

上海钢联(300226)

深度报告

行业公司研究—所属行业—钢铁行业

B2B 新电商时期到来，整装再出发

——上海钢联深度报告

✉ : 杨华 执业证书编号: S12305170900001
☎ : 021-80108137
✉ : yanghua@stocke.com.cn

报告导读

B2B 新电商时期到来，公司布局大宗商品生态圈闭环，行业领跑。

投资要点

□ 大宗资讯数据市场空间超 100 亿，大宗电商市场空间 10-15 万亿

大宗商品数据提供商主要有普氏能源 (S&P Global Platts)、英国金属导报 (Metal Bulletin)、阿格斯 (Argus Media) 和上海钢联等。以上四家资讯数据营收之和达到了 88 亿元人民币，加上其它资讯数据机构，以及年均 10~20% 的增速，未来空间将超过 100 亿元。大宗电商交易方面，钢铁市场交易规模超过 2 万亿元；化工行业为钢铁的 2~3 倍容量，加上煤焦、铁矿石、建筑建材、农产品等七大行业 (均与钢铁体量大体相当)，总体市场容量估算在 10~15 万亿元。

□ 大宗 B2B 企业解决行业众多痛点，发展进入“新电商”时期

2014 年之后，B2B 市场出现新商业模式、新产品和新服务 (智能化仓储、金融服务、SaaS 服务等)，各企业走向差异化和专业化服务，钢铁、化工和电子元器件和农业等领域的垂直类 B2B 网站大量崛起，带动了行业的快速发展，大宗 B2B 行业进入到“B2B 新电商”时期。

□ 上海钢联领跑，占据 B2B 行业快速发展先机

公司是致力于建设大宗 B2B 生态体系的龙头企业，围绕打造以大数据为基础，资讯、电商交易、智能化云仓储、信息化物流、供应链服务为一体的互联网大宗商品闭环生态圈，形成以黑色金属为龙头，覆盖有色金属、能源化工、农产品等多领域的大宗商品产业链，建设集合支付结算、仓储、物流、数据、供应链的服务体系，形成包括信息流、物流、资金流在内的完整交易闭环。

□ 盈利预测及估值

综合来看，考虑到公司行业龙头地位和所处快速发展期，维持增持评级。我们预计 2019-2021 年公司归母净利润分别为 2.25 亿元、4.02 亿元和 5.86 亿元；P/E 分别为 52.9 倍/29.7 倍/20.4 倍，根据 PEG 估值，预计未来 3-6 个月，目标市值 151 亿元，继续推荐。

风险提示：人工成本和租赁费用等大幅上升等。

财务摘要

(百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	96055	123681	156377	193181
(+/-)	30.34%	28.76%	26.44%	23.54%
归母净利润	121	225	402	586
(+/-)	151.00%	86.60%	77.99%	45.80%
每股收益 (元)	0.76	1.42	2.52	3.68
P/E	98.78	52.94	29.74	20.40

评级

增持

上次评级

增持

当前价格

¥ 75.06

单季度业绩

元/股

3Q/2019

0.32

2Q/2019

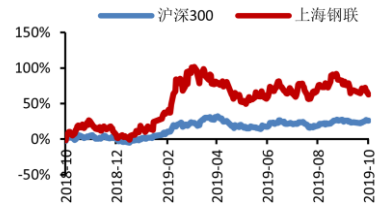
0.38

1Q/2019

0.20

4Q/2018

0.15



公司简介

上海钢联电子商务股份有限公司成立于 2000 年 4 月 30 日，是集钢铁咨询、电子商务、网络技术服务为一体的全国性大型综合 IT 服务企业，提供专业的钢铁咨询交互服务、一站式钢铁电子商务服务。

相关报告

- 《携手华瑞银行，大宗电商有望继续提升》2019-7-2
- 《地理空间数据应用广阔，公司数据迎来升级》2019-3-16
- 《打造全球领先的大宗商品交易和“云”服务商》2019-2-19

报告撰写人：杨华

数据支持人：杨华

证券研究报告

正文目录

1. 投资要点	5
1.1. 敏感性分析：驱动因素快速提升，风险因素稳定可控	5
1.2. 公司看点	6
2. 大宗资讯数据和电商龙头地位不断稳固	7
2.1. 大宗资讯和交易的市场空间巨大	7
2.1.1. 大宗资讯数据市场空间：超过 100 亿	7
2.1.2. 中国 B2B 市场交易规模：27 万亿元，大宗电商 10~15 万亿	7
2.2. 大宗 B2B 电商渗透率和市占率亟待提升	8
2.2.1. 大宗电商交易所处阶段和未来上升空间	8
2.2.2. 中国大宗资讯企业未来有十倍成长空间	8
2.2.3. 大宗资讯行业的集中度不断提升	10
2.2.4. 大宗电商渗透率不到两成，钢银电商市占率仍偏低	10
2.3. 新模式、新战略带动新电商“量”的增长	11
2.3.1. 客源线下向线上迁移	11
2.3.2. 行业竞争中彰显本色	18
3. 流量变现井喷阶段核心驱动因素	22
3.1. 预测变现阶段的行业需求及痛点	22
3.2. 公司生态圈闭环的核心环节和变现方式	22
3.3. 未来提价对公司营收/利润定量分析	23
4. 盈利预测和假设条件	23
5. 估值水平和投资评级	24

图表目录

图 1: 中国电子商务 B2B 市场交易规模及增速	7
图 2: 中国 2009-2018 年粗钢产量 (百万吨)	7
图 3: B2B 行业细分领域当前所处阶段	8
图 4: 企业在线销售开展比例	8
图 5: 企业在线采购开展比例	8
图 6: Platts2012-2018 收入情况	8
图 7: Platts2012-2018 营业利润情况	8
图 8: Platts 营业收入分客户占比 (2017 年)	9
图 9: Platts 与客户群收入变化对比	9
图 10: 钢铁电商市场竞争格局	10
图 11: 钢铁电商渗透率仍只有 16%	10
图 12: 2013-2019 钢银电商寄售量占钢材流通总量变化	11
图 13: 大宗商品行业痛点	11
图 14: B2B 电商已进入高速发展期	13
图 15: 上海钢联打造生态圈闭环	13
图 16: 上海钢联闭环生态链核心环节依赖因素	14
图 17: 上海钢联“研究+资讯”板块提供定制化服务	15
图 18: 上海钢联物联网板块	15
图 19: 上海钢联第四方仓储流程	15
图 20: 上海钢联供应链服务项目	16
图 21: 上海钢联第三方支付平台大宗宝	16
图 22: 交易板块和咨询板块归母净利及增速	16
图 23: 钢联发展成效与进展	16
图 24: 2014-2018 年钢银电商成交量	17
图 25: 上海钢联资金流量情况	17
图 26: 钢联发展成效与进展	18
图 27: 2016-2019H1 年度资讯平台 PC 端会员人数	20
图 28: 大宗商品的行业痛点和需求	22
图 29: 公司生态圈闭环的核心环节及变现方式	23
表 1: 2019-2021 年影响公司利润的主要驱动因素敏感性分析	5
表 2: 2019-2021 年影响公司利润的主要风险因素敏感性分析	5
表 3: 全球大宗数据服务企业信息	7
表 4: 中国钢铁电商企业经营情况 (2018, 单位: 亿元)	11
表 5: 与传统钢贸相比电商显性的优点	12
表 6: 与传统钢贸相比电商隐性的优点	12
表 7: 各个重要环节如何引流	14
表 8: 2015-2019H1 上海钢联经营指标	16
表 9: 2014-2018 年上海钢联交易板块服务单价	17
表 10: 2014-2019 年 H1 钢银电商供应链服务情况 (单位: 百万元)	错误!未定义书签。
表 11: 2016-2018 年上海钢联用户人数及 ARPU 值	18
表 12: 内部资源禀赋和外部环境需要增强的领域	18

表 13: 大宗商品资讯行业竞争格局	19
表 14: 国内主要钢铁电商企业商业模式对比	19
表 15: A 股综合型资讯&电商的商业模式和盈利模式对比	20
表 16: 2019 年 H1 公司技术成果一览表	21
表 17: 2018 中国主要的大宗商品产量、进口量及全球占比 (单位: 万吨)	22
表 18: 流量井喷期公司营收变化测算	23
表 19: 公司细分业务盈利预测	24
表 20: 可比公司估值 (2019-11-5)	25
表 21: 公司估值情况 (2019-11-5)	25
表 22: 公司 PEG 估值预测	25
附录 1: 三大报表预测值	26

1. 投资要点

1.1. 敏感性分析：驱动因素快速提升，风险因素稳定可控

上海钢联公司收入主要来源于三大板块：钢铁寄售交易、供应链服务和资讯数据收费，占比分别为 69.3%、30.4% 和 0.4%，寄售交易和供应链服务占比大。考虑到公司电商板块采用营收计量方式的差异，以及公司的具体业务情况，即收取交易佣金和金融服务利差为主，同时，钢银电商对母公司的贡献主要体现在营业利润上（2018 年钢银电商营业利润为 1.55 亿元），使得产品交易量的敏感性比单价更高。

因此这三大板块的销量和单价对公司的净利润影响最大。通过敏感性分析，我们判断公司业绩的主要驱动因素为交易服务中的寄售量和产品价格变化，资讯数据服务中的会员数增长和 ARPU 值变化等，营收和净利润对寄售、供应链服务和资讯数据的敏感度有逐年下降趋势。

表 1：2019-2021 年影响公司利润的主要驱动因素敏感性分析

项目	改变量	销售额变化量(百万元)	变化率	敏感系数	归母净利润变化量(百万元)	变化率	敏感系数
寄售交易量（吨）							
2019	+1%	765.06	0.62%	0.62	2.49	1.10%	1.10
2020	+1%	856.87	0.55%	0.55	2.87	0.72%	0.72
2021	+1%	942.56	0.49%	0.49	3.32	0.57%	0.57
寄售交易单价（元/吨）							
2019	+1%	765.06	0.62%	0.62	713.28	316.10%	316.10
2020	+1%	856.87	0.55%	0.55	803.42	200.04%	200.04
2021	+1%	942.56	0.49%	0.49	883.38	150.85%	150.85
供应链交易量（吨）							
2019	+1%	466.97	0.38%	0.38	5.06	2.24%	2.24
2020	+1%	700.46	0.45%	0.45	7.63	1.90%	1.90
2021	+1%	980.64	0.51%	0.51	10.68	1.82%	1.82
供应链单价（元/吨）							
2019	+1%	466.97	0.38%	0.38	435.36	192.94%	192.94
2020	+1%	700.46	0.45%	0.45	656.76	163.52%	163.52
2021	+1%	980.64	0.51%	0.51	919.06	156.94%	156.94
资讯数据付费会员数（户）							
2019	+1%	4.78	0.00%	0.00	3.21	1.42%	1.42
2020	+1%	6.44	0.00%	0.00	4.36	1.09%	1.09
2021	+1%	8.61	0.00%	0.00	5.85	1.00%	1.00
资讯数据 ARUP 值（元/户）							
2019	+1%	4.78	0.00%	0.00	4.45	1.97%	1.97
2020	+1%	6.44	0.00%	0.00	6.04	1.50%	1.50
2021	+1%	8.61	0.00%	0.00	8.07	1.38%	1.38

资料来源：Wind，浙商证券研究所

风险因素方面主要来自于人工成本、仓储和租赁费、折旧摊销和其它四大因素。通过敏感性分析，我们发现人工成本对公司净利润影响最大，其次是仓储和租赁费，折旧摊销有一定的影响，但比重较小。

表 2：2019-2021 年影响公司利润的主要风险因素敏感性分析

项目	改变量	销售额变化	变化率	敏感系数	归母净利润	变化率	敏感系数
----	-----	-------	-----	------	-------	-----	------

		量(百万元) 率			变化量(百万元)		
人工成本							
2019	+1%	0.00	0.00%	0.00	-89.65	-10.16%	-10.16
2020	+1%	0.00	0.00%	0.00	-107.21	-9.76%	-9.76
2021	+1%	0.00	0.00%	0.00	-130.30	-9.73%	-9.73
仓储和租赁费							
2019	+1%	0.00	0.00%	0.00	-69.32	-7.85%	-7.85
2020	+1%	0.00	0.00%	0.00	-86.40	-7.87%	-7.87
2021	+1%	0.00	0.00%	0.00	-101.78	-7.60%	-7.60
折旧摊销							
2019	+1%	0.00	0.00%	0.00	-11.31	-1.28%	-1.28
2020	+1%	0.00	0.00%	0.00	-12.08	-1.10%	-1.10
2021	+1%	0.00	0.00%	0.00	-12.41	-0.93%	-0.93
其它							
2019	+1%	0.00	0.00%	0.00	-5.45	-0.62%	-0.62
2020	+1%	0.00	0.00%	0.00	-5.77	-0.53%	-0.53
2021	+1%	0.00	0.00%	0.00	-5.78	-0.43%	-0.43

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

1.2. 公司看点

公司是致力于建设大宗商品电子商务生态体系的龙头企业。公司自成立起,围绕打造以大数据为基础的网络综合资讯、上下游行业研究、专家团队咨询、电商交易平台、智能化云仓储、信息化物流、供应链服务为一体的互联网大宗商品闭环生态圈,并形成了以黑色金属为龙头,覆盖有色金属,能源化工,农产品等多领域的大宗商品产业链;同时,在线上交易端大力发展钢银平台,建设集合支付结算、仓储、物流、数据、供应链服务的服务体系,形成包括信息流、物流、资金流在内的完整交易闭环。

2. 大宗资讯数据和电商龙头地位不断稳固

2.1. 大宗资讯和交易的市场空间巨大

2.1.1. 大宗资讯数据市场空间：超过 100 亿

目前，在全球范围内的类似上海钢联的国际大宗商品数据提供商主要有普氏能源（S&P Global Platts）、英国金属导报（Metal Bulletin）、和阿格斯（Argus Media）等。以上四家之和达到了 88 亿元人民币，加上其它资讯数据机构，以及年均 10~20% 的增速，未来空间将超过 100 亿元。

表 3：全球大宗数据服务企业信息

公司	2018 年资讯收入	产品和服务覆盖范围
Platts	8.15 亿美元	石油、天然气、液化天然气、电力能源、石油化工、运输、金属、煤炭、农业
Metal Bulletin	1.447 亿英镑(2018) =1.747 亿美元	有色金属、钢铁
Argus Media	1.698 亿英镑 (2017)=2.05 亿美元	原油、成品油、液化石油气/NGL、化工品、碳排放、化肥、煤炭、天然气、运输、金属、生物能源、电力
上海钢联	0.53 亿美元	钢铁、矿石、煤焦为主体的黑色金属产业及有色金属、能源化工、农产品
以上合计	12.48 亿美元，合 88.29 亿人民币	钢铁、矿石、煤炭、化工、农产品等大宗商品

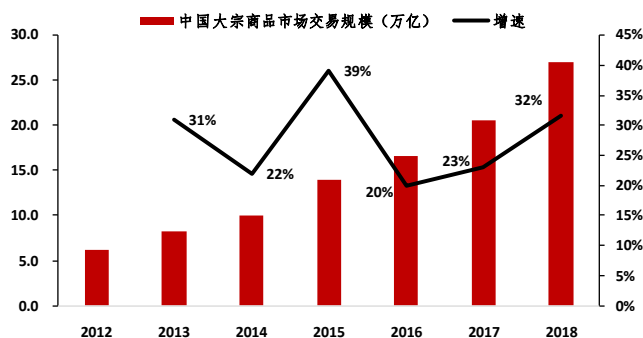
资料来源：浙商证券研究所

注：1 英镑=1.2062 美元 1 美元=7.0766 人民币

2.1.2. 中国 B2B 市场交易规模：27 万亿元，大宗电商 10~15 万亿

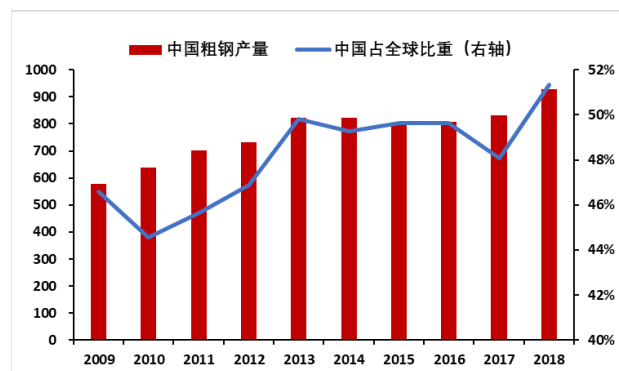
2018 年中国电子商务 B2B 市场交易总额超过 27 万亿元，大宗电商交易占比仍较低。2018 年，中国电子商务 B2B 市场交易额为 27.6 万亿元，同比增长 32%，连续六年保持 20% 以上的年增速。大宗电商交易方面以钢铁板块为例，2018 年，全国粗钢产量达到 9.28 亿吨，占全球粗钢产量的 51%，据中钢协数据显示，钢材的市场流通交易量超过 5 亿吨；按每吨均价 4000 元估算，市场交易规模超过 2 万亿元；2018 年钢铁电商交易额为 2667 亿元，占比仅为 13.3%。其它行业方面，化工行业为钢铁的 2~3 倍容量，加上煤焦、铁矿石、建筑建材、农产品等七大行业（与钢铁大体相当），总体市场容量估算在 10~15 万亿元。

图 1：中国电子商务 B2B 市场交易规模及增速



资料来源：中国电商协会，浙商证券研究所

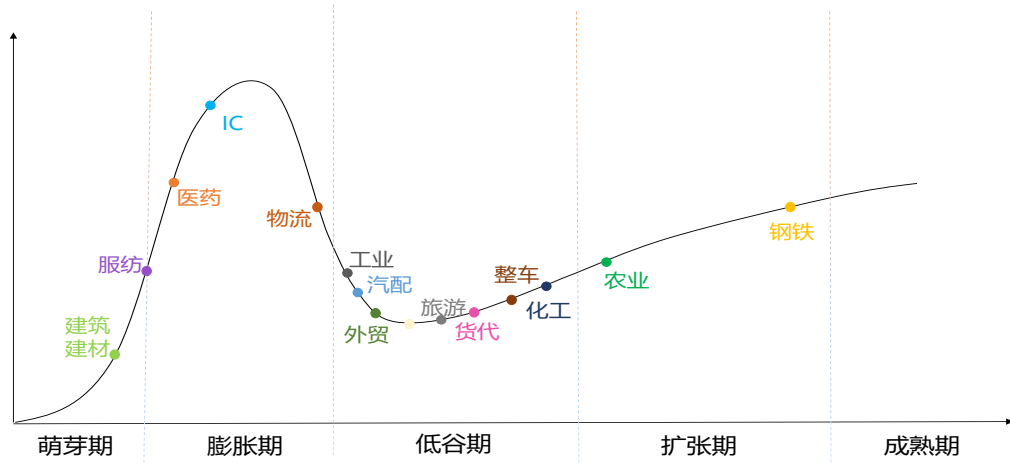
图 2：中国 2009-2018 年粗钢产量（百万吨）



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

钢铁电商领跑 B2B 行业趋势，其它大部分行业尚处于萌芽和低谷期，后期发展空间巨大。从 B2B 行业细分领域来看，钢铁电商处于快速发展期的最前沿，并最接近成熟期。其次是农业、化工和整车等，逐步走出行业电商发展的低谷期。建筑建材、服装纺织、医药、集成电路、物流和汽配等行业电商发展相对较为滞后和缓慢。

图 3: B2B 行业细分领域当前所处阶段



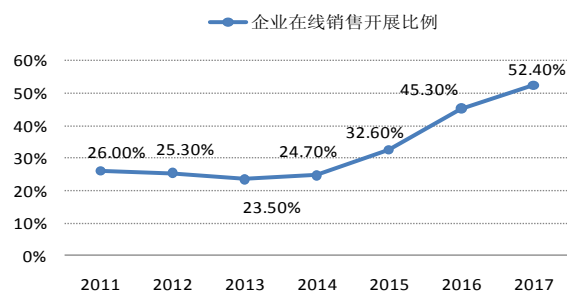
资料来源：中国电商协会 B2B 分会，浙商证券研究所

2.2. 大宗 B2B 电商渗透率和市占率亟待提升

2.2.1. 大宗电商交易所处阶段和未来上升空间

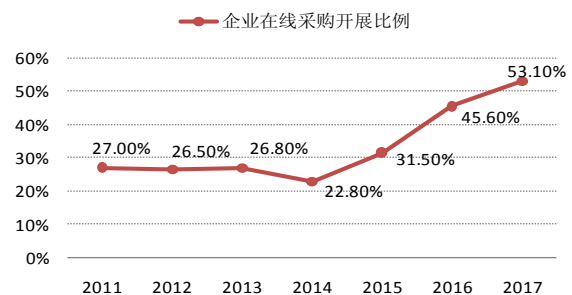
企业在线销售和采购呈稳健快速发展，B2B 行业景气度持续高涨。截至 2017 年 12 月，全国开展在线销售的企业比例为 52.4%，电子商务市场规模依然保持稳健增速，企业的参与程度持续深入，开展在线销售的比例大幅提高。截至 2017 年 12 月，全国开展在线采购的企业比例为 53.1%，得益于云服务等新兴企业级服务市场的发展，服务于企业采购的电子商务平台正在向集信息流、资金流、物流于一体的综合性供应链协同服务平台转型，企业的在线采购流程更加便捷、安全。

图 4: 企业在线销售开展比例



资料来源：CNNIC《第 40 次中国互联网络发展报告》

图 5: 企业在线采购开展比例



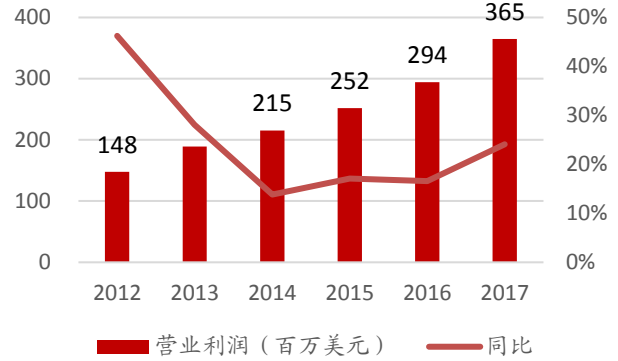
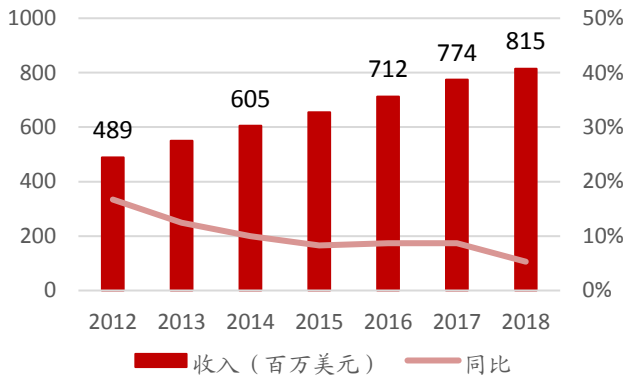
资料来源：CNNIC《第 40 次中国互联网络发展报告》

2.2.2. 中国大宗资讯企业未来有十倍成长空间

从全球大宗商品资讯领域巨头 Platts(普氏能源)来看，中国大宗资讯企业处于发展初期，未来存在十倍增长空间。2018 年营业收入 8.15 亿美元，合 56 亿元人民币，年均增速在 8-10%。营业利润 3.83 亿美元(合 26 亿元人民币)，利润率 47%。中国最大的大宗商品资讯机构上海钢联 2018 年营业收入(资讯数据板块)3.38 亿元人民币，营业利润为 2.14 亿元，仅为 Platts 的 5.93%和 8.15%。

图 6: Platts2012-2018 收入情况

图 7: Platts2012-2018 营业利润情况



资料来源: CNIC《第40次中国互联网络发展报告》

资料来源: CNIC《第40次中国互联网络发展报告》

表 4: Platts 与上海钢联业务对比

业务及财务指标	普氏能源资讯	上海钢联
资讯	实时新闻和市场快讯	钢联演播室, 我的钢铁网等大宗商品门户网站, 我的钢铁 APP 与微信公众号
数据	新闻简报和报告	上海钢联研究中心研报
	市场数据和估价	大宗商品数据库终端, 价格指数编制
	分析	大宗商品数据库终端, 钢联云服务
	地图和地理空间	地图和地理空间数据
	商品风险解决方案	大宗商品数据库终端, 钢联云服务
会议与活动	付费会议及奖项评选活动	大宗商品论坛、峰会、研讨会、考察等
资讯总收入	55.94 亿元人民币 (8.15 亿美元)	3.38 亿元人民币
营业利润	26.27 亿人民币 (3.83 亿美元)	6000 万元人民币
营业利润率	46.99%	17.75%

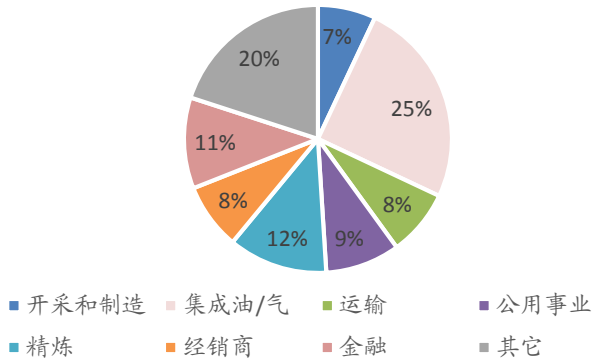
资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

Platts 收入在供应链上下游分布均匀, 有 32% 收入来自上游的开采和制造及集成油/气客户, 17% 来自中游的运输和公用事业客户, 20% 来自下游的精炼及经销商客户, 另有 31% 来自金融和政府监管部门客户, 各部分收入较为均匀。考虑到 2019 年全球宏观经济面临下行压力, 大宗商品、能源与运输业或将承压, 覆盖供应链上下游的全方位收入有助于公司平滑经济下行风险。

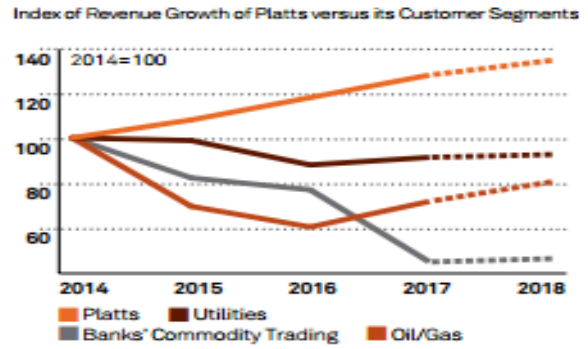
在经济下行周期中, 国际资讯数据巨头仍能保持强劲增长。2014 年以来, 在客户群收入步入下行通道时, 公司收入一直保持正增长, 展现出较强的逆周期调节能力。宏观经济下行周期, 企业对价格敏感度增强, 公司国际影响力巨大的价格评估与指数编制服务价值巨大, 使得公司具备较强的议价能力, 收入与净利润仍保持强劲的增长态势。

图 8: Platts 营业收入分客户占比 (2017 年)

图 9: Platts 与客户群收入变化对比



资料来源：公司公开资料，浙商证券研究所



资料来源：公司公开资料，浙商证券研究所

2.2.3. 大宗资讯行业的集中度不断提升

● 上海钢联控股山东隆众，强化能源化工板块

2017年12月14日，公司使用自有资金人民币2,000万元，受让自然人潘宁持有的山东隆众信息技术有限公司(以下简称“山东隆众”)22.50%股权和自然人潘隆持有的山东隆众13.92%股权，公司持有山东隆众共36.42%的股权。

2018年2月27日，公司与隆挚基金、潘隆、星商投资签署了《关于山东隆众信息技术有限公司之增资协议》，公司拟使用自有资金出资人民币4,000万元，认购山东隆众28.16%股权。增资完成后，公司持有山东隆众51.76%的股权，山东隆众成为公司控股子公司。

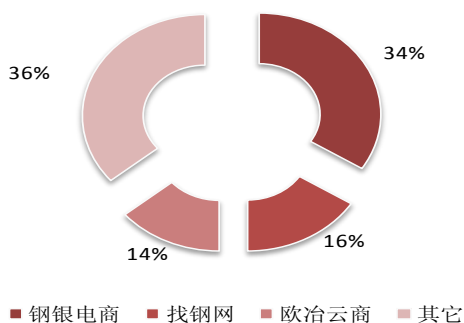
● 上海钢联并购中联钢，钢铁护城河继续增强

2018年8月1日，公司与北京中联钢控股股东北京瑞钢联科技发展有限公司(以下简称“瑞钢联”)签订了《股权转让意向书》，公司拟以约7,000万元人民币收购中联钢100%股权。

2.2.4. 大宗电商渗透率不到两成，钢银电商市占率仍偏低

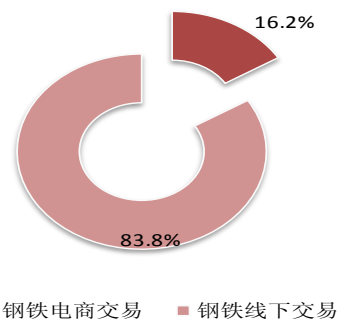
钢铁电商处于快速发展期，领跑大宗电商，但渗透率仍不到两成，领头羊钢银电商市占率也仍偏低。当前已凸显“三强+其它”的竞争格局。据中国电商协会B2B分会统计数据来看，2018年钢铁电商市场份额占比情况中，钢银电商占比34%，找钢网占比16%，欧冶云商占比14%，其它企业占比36%。钢铁电商渗透率方面，中国电商协会数据显示，2018年中国钢铁电商成交量为8117万吨，占中国钢材流通交易量的16.2%，仍处较低水平。分区域来看，东部沿海地区高于中西部地区，未来增长空间仍较大。

图 10: 钢铁电商市场竞争格局



资料来源：中国电商协会B2B分会、浙商证券研究所

图 11: 钢铁电商渗透率仍只有 16%



资料来源：中国电商协会、浙商证券研究所

2018年，6家钢铁电商企业(5家新三板上市)经营状况显著好转，但分化较大。交易规模和盈利能力方面，钢银电商领跑。交易规模方面，2017年和2018年钢银电商的全年成交量分别为2219.1万吨和2760.2万吨，远超同行业竞争对手找钢网、欧冶云商等其他钢铁电商。交易规模上来看，2017年、2018年交易量增速分别为23.3%和24.4%。盈利能力方面，2018年，钢银电商净利润为1.2亿元，大幅领先其它竞争对手。总的来说，一些优势明显的钢铁电商将在洗牌中占据的有利位置。

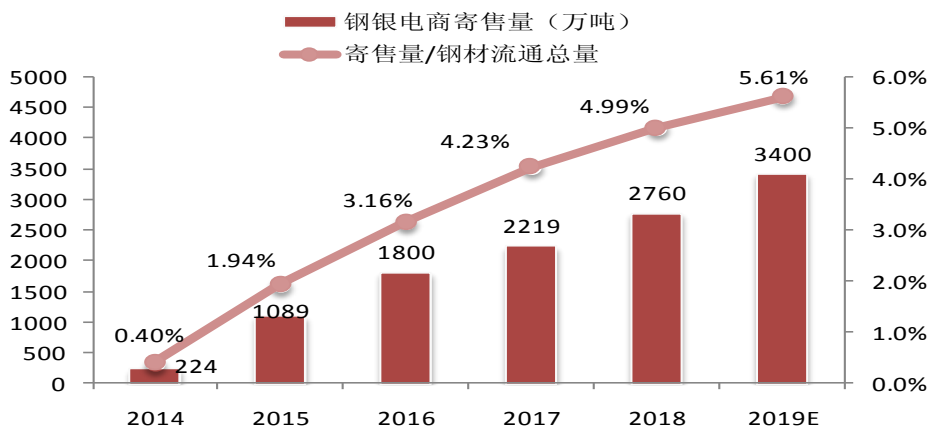
表 4：中国钢铁电商企业经营情况（2018，单位：亿元）

企业名称	门户网站	交易板块营收	资讯数据板块营收	净利润
钢银电商	钢银, 我的钢铁网	957.15	3.38	1.21
找钢网	找钢网	180	1 亿元以内	亏损
中钢网	中钢网	37.52	0.03	0.22
钢宝股份	金陵钢宝网	30.20	0.19	0.61
钢之家	钢之家钢铁网	3.00	0.18	-0.01
报春电商	报春钢铁网	1.42	0.01	0.06

资料来源：各公司网站，浙商证券研究所

面对广阔的钢铁交易市场，钢银电商发展空间巨大。2018 年钢银电商成交量为 2760 万吨，相对于超过 5 亿吨的钢材流通量（2018 年钢产量 9.28 亿吨，剔除钢厂直供和分销数量），钢铁电商领头羊的市场占有率仅 5.52%。

图 12：2013-2019 钢银电商寄售量占钢材流通总量变化



资料来源：钢银电商年报，国家统计局

注：根据前 9 月份成交数量，预估钢银电商 2019 全年成交 3400 万吨，并假设全国钢材流通交易量=钢材产量*50%，即不包括直供和分销。

2.3. 新模式、新战略带动新电商“量”的增长

2.3.1. 客源线下向线上迁移

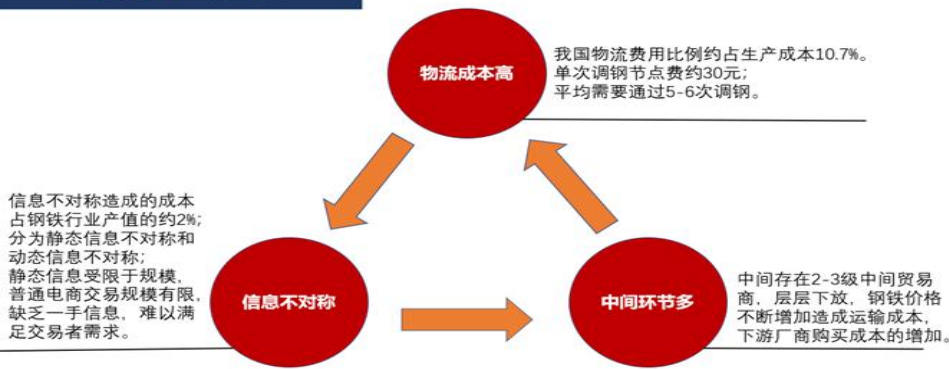
● 大宗电商能解决行业痛点等关键问题

大宗商品行业的现货交易和流通面临众多痛点，主要表现在：中间环节过多、物流运输成本占比高、产业数据和金融服务匮乏等。

中间环节繁多，物流费用占比高。传统贸易企业下设 3~4 级代理商，层层套利，其中的运输成本也不断增加，最终传递至下游企业，增加生产成本。据中国物流协会统计，在钢铁流通环节费用占比高达 10%，显著高于日本等其他市场的对应成本。同时，传统钢铁贸易企业受制于自身因素制约，与物流企业信息不对称，容易产生不必要的物流节点，一般来讲，平均需要进行 3~4 次钢材的调度（单次调节点费超过 30 元）。信息不对称问题导致效率低下，交易方对企业情况和相关产品缺乏专业认知和鉴别，增加了钢铁交易风险，效率低下。另外，产业数据和金融服务也缺失。

图 13：大宗商品行业痛点

钢铁行业痛点



资料来源：中国物流协会、浙商证券研究所

● 线上线下不同的交易方式对于交易者的利益差别

(1) 显性的利益，看得到的经济利益、节省成本

表 5：与传统钢贸相比电商显性的优点

	传统钢贸	钢铁电商
客户体验	见面洽谈生意	客户自主提交订单
交易模式	分为直供、分销、竞价、招标模式	线上撮合交易、寄售交易
信息	无法快速全方面了解交易方的公司情况、价格情况	信息公开透明，降低信息成本
利润点	价差	交易抽佣、数据和金融等生态圈服务
销售规模	地域限制、信息限制导致单个销售规模小	销售规模大

资料来源：浙商证券研究所

(2) 潜在的差别，不直接产生经济效益，但对于交易者有潜在利益

表 6：与传统钢贸相比电商隐性的优点

	传统钢贸	钢铁电商
上游企业	钢铁企业从事粗放批发 销售不稳定，跟随贸易商采购量来变动 不了解最终市场的需求情况 小钢厂难以生存。	钢铁企业直接做零售直接接触市场， 由于有健全的销售渠道，对于钢铁企业来说，销售稳定，不受贸易上的节制； 便于厂家根据市场的变化调整产品结构和打造品牌。 给小钢厂更多的机会。
下游企业	无法直接和上游企业沟通 存在故意隐瞒公司情况的可能性；产品品质可能与预期不一致；不能按期交货。这些风险只能企业独自承受。	可以和上游企业直接沟通，更清晰的告诉上游企业真实需求 电商平台审核入驻企业；交易提供双方信息；监控交易进行。企业的风险被电商平台分担一部分，从而降低风险。
行业集中度	行业集中度低，单个公司市场竞争力难以强化。	随着行业整合，集中度变高，企业的市场竞争力增强。

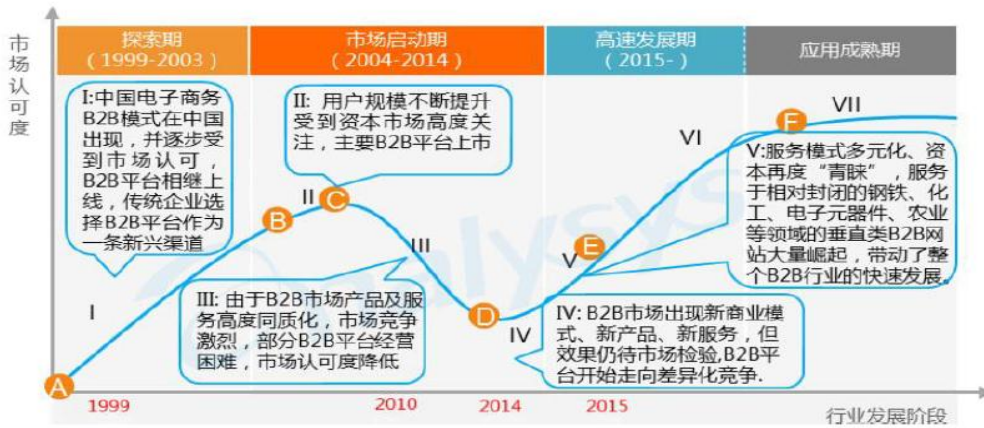
资料来源：浙商证券研究所

B2B 电商进入高速发展的“新电商”时期。从 1999 年探索开始，B2B 电商逐步得到市场认可，各种平台相继上线，成为传统企业选择交易的新兴渠道。2004 年市场启动，资本市场开始高度关注，由于市场产品及服务的高度同质化，

竞争异常激烈。2014 年之后，B2B 市场出现新商业模式、新产品和新服务，各企业走向差异化服务，钢铁、化工和电子元器件和农业等领域的垂直类 B2B 网站大量崛起，带动了行业的快速发展，进入到“新 B2B 电商”时期。

随着 B2B 钢铁电商平台从过去的线上化到智能化，实体企业需要电商企业提供一体化服务，包括交易流、资金流、信息流和物流在内的“四流合一”综合性、专业化服务。同时，宏观经济放缓后，企业为降低经营成本，对服务信息化提出更高的要求，譬如云服务 SaaS 产品等。

图 14: B2B 电商已进入高速发展期



资料来源:《中国电子商务 B2B 市场年度综合报告 2016 》

● 公司根据行业需求打造大宗商品生态圈闭环

(1) 生态圈闭环加速引流，客户粘性更强

A. 大宗 B2B 生态形成闭环的经营模式

资讯服务是钢联生态链的根基，数据引导交易再反哺数据是基本流程，在此基础上钢联在物流仓储服务和金融服务上的积累帮助钢联完成产业链的延伸。

- 钢联提供全面又丰富的**资讯信息和交易信息**吸引用户进入并在平台内进行交易。
- 钢联投资建设**物流基础设施**，整合钢联物联网，云仓储和运钢网平台，使得交易与物流无缝衔接。
- 钢联通过**金融平台**提供如供应链金融，大宗商品指数基金等衍生服务。
- 对在物流和金融环节收集的数据进行**数据的研究和分析**。
- 资讯和研究数据、报告流入资讯服务平台完成**信息的升级**，形成高效的闭环生态链。

B. 公司打造行业领先的大宗 B2B 生态圈闭环

公司自成立起，围绕打造以大数据为基础的网络综合资讯、上下游行业研究、专家团队咨询、电商交易平台、智能化云仓储、信息化物流、供应链服务为一体的互联网大宗商品闭环生态圈，并形成了以黑色金属为龙头，覆盖有色金属，能源化工，农产品等多领域的大宗商品产业链；同时，在线上交易端大力发展钢银平台，建设集合支付结算、仓储、物流、数据、供应链服务的服务体系，形成包括信息流、物流、资金流在内的完整交易闭环。

图 15: 上海钢联打造生态圈闭环



资料来源：上海钢联官网，浙商证券研究所

表 7：各个重要环节如何引流

资讯业务	2018 年进入钢银数据 3.0 时代，数据资产构建核心价值，为客户提供以智能化服务和个性化定制为基础的更精准的数据，做到低成本引流，吸引客户在平台交易。
寄售交易模式	接受钢厂、钢贸商的委托在线销售，全程由平台参与货物交易、货款支付、提货等，无需买卖双方解除，粘性高。
物联网	物流服务交由第三方物流交易平台运钢网负责，钢联为承运方和货主提供中间“连线”服务，整合优化钢铁运输环境。确保客户产品运输安全，降低违约风险，吸引客户选择进入钢联的物联网体系，提高客户粘性。
金融平台	第三方支付平台“大宗宝”，将资金流在公司交易闭环中。此外，2019 年与华瑞银行合作共同推出“瑞银通”，为中小微企业拓展融资渠道。这次合作也会吸引钢铁行业里的中小企业入驻交易平台，也会提高客户粘性。
研究服务	研究服务提供增值服务，根据不同的客户和产品提供产业政策研究、企业规划、钢铁市场研究的报告和咨询服务，提高客户粘性。

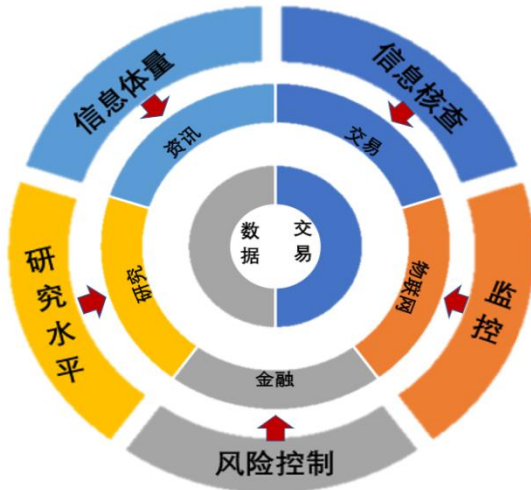
资料来源：浙商证券研究所

C. 生态圈核心环节依赖核心驱动因素

研究和数据是整个生态圈的基础，信息的体量决定了企业的交易服务水平和咨询水平。数据服务是交易的起点，作为交易决策的有力支撑。数据支持交易的进行，而交易的数据经过研究，又成为更有效的数据，为咨询业务和下一次交易业务做基础支撑。数据主要有平台的交易数据，各个大宗商品的指数信息。钢银正是凭借着自己拥有的全面海量的数据信息，才能够快速占领钢铁电商的有利地位。

研究服务需要高水平的研究团队。研究服务提供的是增值服务，以此来提高用户粘性。研究服务根据不同的客户类型/产品类型提供不定期和顶底的产业政策研究、企业战略规划研究、钢材市场趋势研究等。高水平的研究报告对于用户来说更有利于其做出正确的交易决策，同时有利于提升用户对于钢联企业的信任度和钢银电商平台的依赖度。

图 16：上海钢联闭环生态链核心环节依赖因素



资料来源：上海钢联官网，浙商证券研究所

由于钢铁交易具有资金规模大、价格时效性高等特征,买卖双方对于交易信息的真实性具有很高的要求。若入驻交易平台的钢厂、贸易商发布不准确的资源和挂牌销售信息,将会影响用户对于钢银交易平台的信赖,从而影响交易平台业务的长期发展。

图 17: 上海钢联“研究+资讯”板块提供定制化服务

图 18: 钢联物联网(合作)



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

资料来源：浙商证券研究所

物联网板块需要做到实时监控。仓储业务，除钢银对外有合作仓库外，主要与“钢联物联网”公司合作，钢银子公司及韵物流也在拓展第三方物流服务，初见成效。其中，仓储服务通过物联网技术对传统仓库进行改造，实现货物的入库、出库信息数据化，便于监控。物流服务有第四方物流交易平台“运钢网”负责，也有助于物流的实时监控。

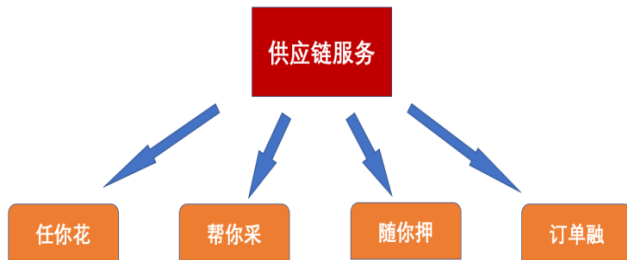
图 19: 第四方仓储流程



资料来源：上海钢联官网，浙商证券研究所

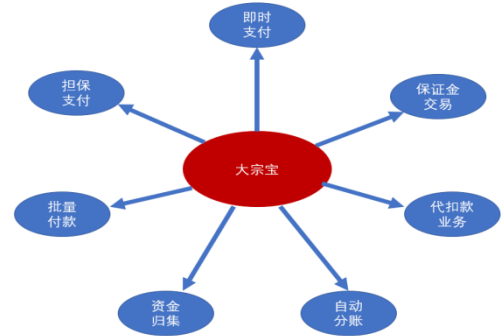
金融板块需要控制风险。钢银电商一方面应对在钢银交易平台开设专卖店的钢厂、贸易商的信用状况以及资质材料进行评审和定期检查,并对其进行评级;另一方面应当对于公司开展的供应链服务业务,制定严格的客户选择标准、信用评估及服务过程管理体系。

图 20: 上海钢联供应链服务项目



资料来源: 钢银电商官网, 浙商证券研究所

图 21: 上海钢联第三方支付平台大宗宝(申请中)



资料来源: 浙商证券研究所

(2) 公司龙头地位更为坚实

2018 年上海钢联交易板块营收为 957.13 亿元, 毛利率为 0.48%; 资讯数据板块 3.42 亿元, 毛利率为 71.64%。钢联的交易板块营收来自于钢银电商, 按 42.26% 的持股比例, 钢银电商归母净利润为 0.66 亿元; 资讯板块全资持股, 净利润为 0.55 亿元。

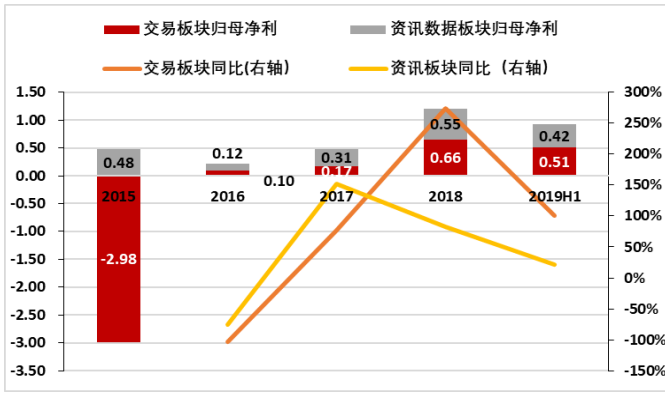
表 8: 2015-2019H1 上海钢联经营指标

	2015	2016	2017	2018	2019H1
营业收入 (亿元)					
其中: 交易板块	212	411	734	957	497
资讯数据板块	1.62	1.88	2.49	3.42	2.12
毛利率					
其中: 交易板块	-1.22%	0.40%	0.36%	0.48%	0.57%
资讯数据板块	71.60%	76.06%	73.09%	71.64%	68.87%
钢联归母净利润 (亿元)	-2.5	0.22	0.48	1.21	0.93
其中: 钢银净利润	-4.4	0.18	0.41	1.55	1.2
母公司占比	67.82%	55.09%	42.66%	42.26%	42.26%
钢银归母净利	-2.98	0.10	0.17	0.66	0.51
同比		-103%	76%	275%	
资讯数据板块净利	0.48	0.12	0.31	0.55	0.42
同比		-75.04%	152.48%	81.90%	

资料来源: 公司财报、浙商证券研究所

图 22: 交易板块和咨询板块归母净利润及增速

图 23: 钢联发展成效与进展

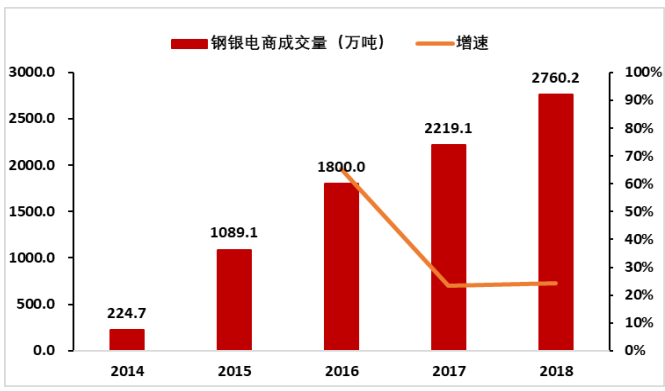


资料来源: 公司财报、浙商证券研究所

奠定公司行业领先地位的基础有五个方面:

- 1.成交量的增加促进公司业绩增长。2014-2018 年钢银电商寄售量逐步增加。由 2014 年的 224.7 万吨, 快速增长到 2017 年的 2219.1 万吨和 2018 年的 2760.2 万吨。成交量的增加会增加营业收入, 从而促进业绩增长。
- 2.上海钢联目前拥有自有资金 20-25 亿元, 2019 年和华瑞银行合作, 更具资金需求获得华瑞银行的授信额度, 除此之外, 其他银行给与上海钢联的授信额度约为 20 亿元。充足的现金流有益于公司的经营发展。
- 3.2014-2018 年, 随着寄售量的增加, 交易板块的服务单价由负转正, 并有望不断提高。
- 4.供应链服务板块的服务单价同样有望提升。服务单价作为一个衡量企业利润的指标, 提升服务单价也会提升企业业绩。
- 5.2016-2019H1 之间, 资讯业务 PC 端付费用户不断增涨, 从 2016 年的 2.40 万人增长到 2019 年 6 月的 5.31 万人; 资讯业务移动端的付费人数增长更为明显, 从 2016 年的 1.87 万人, 增长到 2019 年 6 月的 7.69 万人。交易业务板块, 截至 2019 年 6 月, 共有注册用户 10.74 万人, 与 2016 年的注册用户 6.62 万人增长率 4.22 万人, 但活跃用户有所下降, 从 2016 年的 2.45 万人下降到 1.62 万人。付费用户人数和 ARPU 值同样是推动企业发展的因素, 着力增加付费人数有利于提升企业业绩。

图 24: 2014-2018 年钢银电商成交量



资料来源: 公司财报、浙商证券研究所



资料来源: 公司财报、浙商证券研究所

图 25: 上海钢联资金流量情况

表 9: 2014-2018 年上海钢联交易板块服务单价

	寄售量 (万吨)	寄售业务营业收入 (百万元)	寄售业务营业成本 (百万元)	毛利 (百万元)	服务单价=毛利/寄售量 (元/吨)
2014	225	5,362	5,518	-156	-69.6
2015	1089	15,195	15,854	-659	-60.5
2016	1800	33,091	33,428	-338	-18.8
2017	2219	59,841	59,735	106	4.8

2018 2760 66,527 66,411 117 4.2

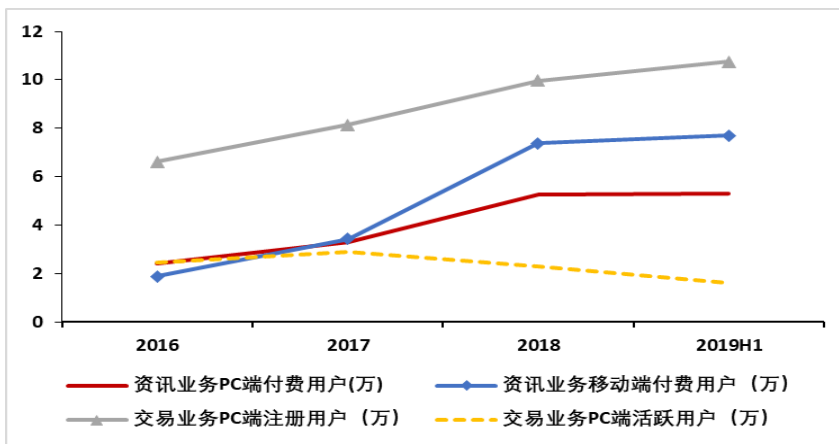
资料来源：浙商证券研究所，根据公开财务信息测算

表 10：2016-2018 年上海钢联用户人数及 ARPU 值

	2016	2017	2018	2019H1	
资讯业务	PC 端付费用户 (万)	2.4	3.31	5.25	5.31
	PC 端 ARPU 值 (元) 含税	6401	5817	4947	2678
	移动端付费用户 (万)	1.87	3.43	7.37	7.69
	移动端 ARPU 值 (元) 含税	488	399.85	332.75	200.88
交易业务	PC 端注册用户 (万)	6.62	8.13	9.97	10.74
	PC 端活跃用户 (万)	2.45	2.9	2.3	1.61

资料来源：浙商证券研究所

图 26：钢联发展成效与进展



资料来源：上海钢联官网，浙商证券研究所

表 11：内部资源禀赋和外部环境需要增强的领域

内部资源禀赋需要增强的方面	目前欠缺的外部环境条件
发展公司发展模式独特性。目前钢铁电商平台之间的同质化竞争激烈，几家大型企业均致力于构建钢铁全产业链的生态体系，通过增值服务盈利，平台在功能、服务和运营方面无本质化差异。	国家放宽政策和投放资金支持中小微企业的融资贷款。目前，我国小微企业超 7000 万户，但仅 10% 左右的企业能获得银行贷款。虽然目前华瑞和钢银电话三个合作推出“瑞银通”，但如果政策上加大支持，将有利于今早实现合作目的，加强钢联金融服务环节。
加快整合中国钢铁行业产品标准化，尽快与国际标准接轨。在货物交易流程中，也需要在仓储、物流、配送等环节加快标准化工作。企业应找到成熟的规模化的盈利模式。目前钢铁电商的贸易属性依旧浓厚，盈利状况跟随钢价变动，在仓储、物流、金融等增值服务方面尚未实现规模化盈利，盈利点仍然局限在交易环节。	国家逐步开放自由贸易区。开放自由贸易区，有利于上海钢联拓展海外业务，加强与海外企业的合作，为国际化战略铺路。

资料来源：中投产业研究院，浙商证券研究所

2.3.2. 行业竞争中彰显本色

● 主要竞争对手和行业竞争格局

综合性大宗商品资讯服务商仍稀缺。随着大宗商品资讯细分龙头的实力不断增强,增加品种频道、拓宽商品领域,形成多行业品种并存的综合性大宗商品资讯服务商是未来的发展趋势。当前,国内仅卓创资讯和 Mysteel 建立了大宗商品品种较为广泛的多频道资讯内容服务,钢之家在钢铁资讯的基础上拓展了部分有色金属和水泥资讯的服务内容。基于以上内容,我们认为当前行业有竞争力优势的资讯服务网站除 Mysteel 我的钢铁网外,还有卓创资讯、中国煤炭资源网、上海有色网、数字水泥和钢之家。

表 12: 大宗商品资讯行业竞争格局

网站	Mysteel 我的钢铁	卓创资讯	中国煤炭资源网	上海有色	数字水泥	钢之家
专注领域	九大行业	能化为主	煤炭	有色金属	水泥	钢铁为主
资讯类型	综合	综合	专业	专业	专业	专业
成立时间	18 年	14 年	20 年	16 年	13 年	14 年
总部地点	上海	山东	山西	上海	北京	上海
重要指数	MySpic、MyIpic、MyBCIC、上海螺纹钢价格指数等 23 种指数	卓创指数: 生产者价格指数和 14 个行业细分领域指数	汾渭 CCI 现货价格指数	上海有色金属价格指数 (SMMI)	长三角、上海、南京、杭州、合肥水泥指数	钢铁类、有色金属、水泥价格指数等
数据库终端	✓	✓	✓	✓	-	✓
手机 APP	✓	✓	✓	✓	-	✓
电商平台	钢银电商	惠农电商	MPP 煤焦撮合交易平台	SMM 有色商城	-	易钢云商
资讯营收	3.4 亿元	2.1 亿元左右	1 亿元左右	1 亿元左右	5000 万~1 亿	3000-5000 万
相对优势	(1) 数据终端功能强大 (2) 旗下钢银电商交易量庞大 (3) 国家统计局数据供应商	(1) 覆盖商品领域广泛 (2) 分析师人员较多	(1) 成立历史较长 (2) 焦化配煤系统较为专业	自贸区铜溢价掉期中央对手清算业务价格信息提供商	中国水泥协会下属独立运营的实体公司, 具有官方背景	海外有一定的合作基础

数据来源: 浙商证券研究所

国内钢铁电商企业形成“三强”竞争格局: 钢银电商、找钢网和欧冶云商。钢铁电商交易平台的商业模式结构相近, 三家公司的经营范围以及企业组织结构相似, 但存在一定差异性。上海钢联以撮合一寄售模式经营, 而找钢网和欧冶云商都是以撮合一自营模式经营。从交易量来看, 上海钢联是成交量最大的平台, 找钢网位列第二, 欧冶电商以销售宝钢系资源为主。三家都拥有与线上交易配套的仓储与物流。运营灵活度上看, 上海钢联和找钢网的公司运营会相对活泼。近年来国内各家钢铁电商平台都得到长足发展。

表 13: 国内主要钢铁电商企业商业模式对比

电商平台	钢银电商	找钢网	欧冶电商
交易模式	撮合-寄售	撮合-自营	撮合-自营
物流服务	运钢网	胖猫物流	欧冶物流
金融服务	帮你采、任你花、随你押、订单融	胖猫金融	欧冶金服
其他服务	线上线下生态圈闭环	云电商	循环宝, 云管家
资金能力	复星集团	创投型	宝武集团
运营能力活跃度	强	强	弱

资料来源: 公司官网、公司财报、浙商证券研究所

● A 股大宗/工业品资讯&电商企业各有侧重

综合型综合型资讯&电商企业主要有上海钢联、国联股份、焦点科技和生意宝, 各家服务领域和行业各有侧重, 商业模式和盈利模式较为相近。上海钢联以钢铁为中坚力量, 向有色、化工和农产品等大宗领域拓展, 发展势头较快。

国联股份以涂料化工、卫生用品、玻璃为主体开展信息、会议会展、广告和交易服务，焦点科技主要服务内外贸的中小企业，生意宝服务化工、纺织等行业中小企业。

表 14：A 股综合型资讯&电商的商业模式和盈利模式对比

	上海钢联	国联股份	焦点科技	生意宝
平台种类	综合型	综合型	综合型	综合型
主要服务行业	钢铁、能化、有色和农产品等九大行业上下游	国联资源网服务各行业中小企业；多多平台服务涂料化工、卫生用品、玻璃等行业上下游企业	各行业中小企业	化工、纺织等行业中小企业
企业主要服务	围绕黑色、有色、能源化工、农产品等大宗商品提供商业信息服务、数据研究服务、电子商务交易服务及增值服务	通过国联资源网、国联全网、阳光采招网等提供网络信息推广服务；会展服务；广告服务、技术服务；通过多多平台提供涂料化工、卫生用品、玻璃产业链上下游的电子商务交易和 SaaS 服务	通过外贸 B2B 电商平台中国制造网为中小企业进行外贸推广；通过内贸 B2B 电商平台百卓采购网拓展内贸业务；通过新一站保险网提供保险 B2B/B2C 电子商务服务	通过中国化工网、全球化工网、中国纺织网、医药网等行业类专业网站进行网络基础服务；网络信息推广服务；广告发布服务；生意通电子商务服务；化工贸易服务；展会服务
销售模式	以钢银电商为平台，线上提供钢铁交易服务以及仓储、物流和加工等线下服务，电话销售，会议会展活动、qq、微信销售等	线上销售、电话销售、QQ、微信销售、直销、举办线下会展活动等	电话销售、上门直销、代理商销售	走访，电话销售，通过生意宝相关网站提供的增值服务，会展活动等
盈利模式	基于钢铁等大宗商品提供数据资讯服务，收取数据资讯费用；以钢银电商为平台，提供撮合交易、寄售交易和供应链服务，获得交易佣金和供应链金融收益。	向注册收费会员收取会员费，通过自营销售获取商品交易收入；线下通过多种方式获得收入，包括提供技术服务、举办行业会展、发布广告、提供资讯数据等	向注册收费会员收取会员费、增值服务费用及认证供应商服务费用，通过旗下保险网站提供保险 B2C 服务，通过焦点教育提供互联网教育服务	以旗下的 B2B 交易平台网盛大宗交易平台提供服务，通过给会员提供增值服务和广告服务获得收入；通过提供大宗商品的数据资讯获得收入；通过化工贸易服务获得收入

数据来源：各公司年报、浙商证券研究所

● 上海钢联的竞争优势逐步凸显

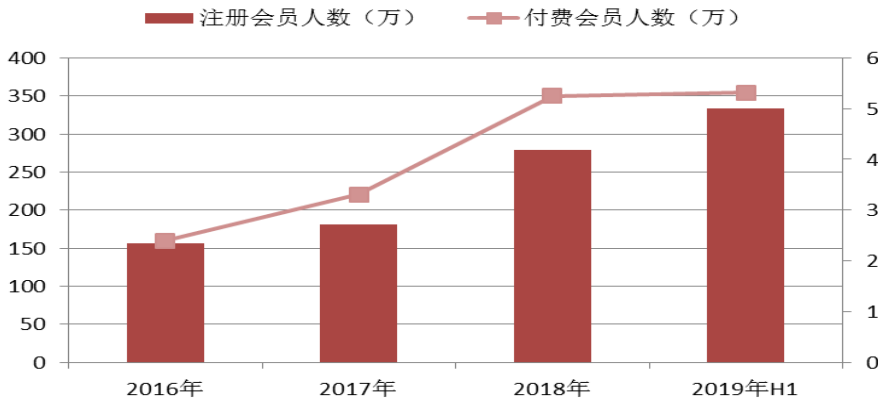
全产业链服务优势

公司围绕发展战略，逐步打造了以大数据为基础，以网络综合资讯、供应链服务为一体的互联网大宗商品闭环生态圈，并形成了以钢铁、矿石、煤焦为主体的黑色产业龙头，兼顾有色金属、能源化工、农产品等多元化产品领域，现已成为国内黑色金属产业链布局最全面的公司，有利于公司各版块业务的协同发展。

资讯大数据优势

公司在大宗商品行业数据领域深耕多年，“钢联数据”终端逐步成为国内较为全面、完整、权威的大宗商品数据库之一。同时，钢联数据与多方平台资讯数据以及钢银电商等线上交易平台数据实现实时无缝对接，尤其是钢银电商的高频实时交易数据能快速反映市场交易动态，为客户决策提供参考依据。公司发挥资讯大数据服务优势，全面渗透产业链，从多个维度为客户提供个性化服务。尤其是制定多种类型的指数：指数具有规模优势，带动提升资讯价值。产业客户之前交割需要用第三方指数作为依据，现货、期货交易所也需要指数做为参考。资讯公司将各类资讯编制成指数，指数逐步影响市场价格，其背后资讯也更有价值。

图 27：2016-2019H1 年度资讯平台 PC 端会员人数



资料来源：公司财报、浙商证券研究所

公司在钢铁资讯行业积累了大量的上下游客户和资讯信息，建立起了良好的行业口碑以及品牌优势，并致力于建设完整的大宗商品生态体系。公司在积累用户、获取资讯、定价服务、品牌建设及与产业链企业进行战略合作等方面享有较好的资源优势。公司信息采集对象链条长、拥有规范化的信息采集流程及监控信息系统。已形成完善、高效的数据处理体系。公司制定了价格行情、市场分析、生产企业资讯等各类信息的编辑内容和格式，并规定了以上各类信息最迟的完成及发布时间，有效保证各类信息内容完整性、规范性和时效性。呈现方式上，公司已形成了全方位展示路径。包括网页端、移动端及钢联数据”终端。

经营管理与技术优势

民营互联网平台下运营、融资方式灵活，创新动力足。相比钢银，传统钢铁企业主导的钢铁电商平台较难摆脱模式与渠道上的束缚，在公司治理、决策和激励机制等方面有较多限制。钢银作为民营企业，经营方式相对灵活，有着得天独厚的条件。目前钢银电商在新三板挂牌，二级市场交易活跃，并完成多次定增，给平台的长远发展添加了动力。

当前公司已建立起一支经验丰富、结构合理的管理团队，主要高级管理人员和主要部门主管在相关领域均拥有丰富的从业经历。相关人员或具有钢铁行业信息采集和市场营销经验，或具有 B2B 电子商务平台运营经验，或具有互联网技术研究开发经验，对钢铁及相关行业 B2B 电子商务平台的技术及业务发展历程、未来趋势具有深刻的理解，能够带领公司在不断创新的互联网电子商务行业内健康、快速发展。

表 15：2019 年 H1 公司技术成果一览表

技术成果	实用 新型专利	注册 商标	软件 著作权	作品 著作权	高新技术成果 转化项目	软件产品等级 证书申报	软件企 业认定
数量（项）	1	41	85	2	5	13	1

上海钢联在未来将继续挖掘自身独有优势，在优势领域继续做大做强，深耕其中。如钢联的数据库建立时间之久，因此有海量的数据和更为丰富的资讯，在服务提供上的不断完善。其次，钢联应当聚焦如何服务整个产业链，引领行业深度整合、融合发展。钢铁电商实质上还是为了更好的服务于实体经济，将企业的产业链不断完善，与行业发展融为一体。最后，继续联络其他同行业电商，打造区块链联盟。“互联网+区块链+大数据+钢铁产业”模式是顺应时代技术发展的，应用区块链技术，利用互联网功能，为钢铁产业实体经济在风险防控、信用建设、大数据研究等方面，提供助力。

内部核心价值链——四流合一

“四流”，指的是交易流、资金流、信息流和物流。“四流合一”即通过信息、物流、金融与交易的融合，来解决大宗商品电子商务在发展过程中遇到的问题，实现盈利模式多样化。上海钢联通过整合四中企业资源，真正实现闭环交易，对行业内的整个产业链的资源整合，成为一个自我循环，自我繁殖的独立生态系统。上海钢联是目前为止唯一拥有最全面四流合一生态圈的产业互联网龙头企业。

3. 流量变现井喷阶段核心驱动因素

3.1. 预测变现阶段的行业需求及痛点

中国主要大宗商品的产量或进口量占全球 20-50%。除钢材等少数商品的定价权在国内外，其它大部分大宗商品的定价权都在国外，中国的议价能力非常弱。主要原因除了中国的需求量大之外，更深层次原因是中国缺乏大宗商品价格的基准，国内暂还没有权威和专业机构指定出国际认可的大宗商品价格指数。

表 16：2018 中国主要的大宗商品产量、进口量及全球占比（单位：万吨）

	中国产量	世界产量	中国产量占比	中国进口量	占全球比例
生铁	77105	132312	58.3%	-	-
粗钢	92801	178869	51.9%	-	-
铁矿石	122937	216252	56.8%	106412	49.2%
煤炭	368300	772733	47.7%	28189	3.6%
石油	18910	405340	4.7%	46189	11.4%
化工(塑料)	8458	34800	24.3%	-	-
建材(水泥)	220770	410000	53.8%	-	-
有色金属(铜)	889	2366	37.6%	475	20.1%

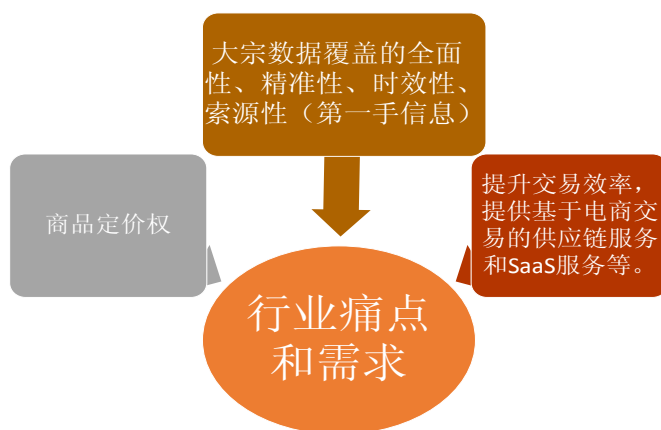
资料来源：Wind，浙商证券研究所，注：中国铁矿石产量折合成 62%品位后，产量在 3.07 亿吨。

定价权的丧失带来的是企业成本的上升，额外采购成本超过 5000 亿元。以铁矿石为例，中国 2018 年进口量 10.64 亿吨，进口金额为 759 亿美元，以 10-20% 的价格溢价计算，中国钢铁企业成本的被动增加幅度为 75.9~151.8 亿元人民币，合人民币 523.7~1047 亿元。最近十年，我国每年铁矿石进口量 8~10 亿吨，总的采购成本增加 5000~10000 亿元。

中国在大宗商品供需端的地位，决定了需要在大宗商品领域树立和争夺国际定价权。同时，随着国内经济的不断壮大和发展，特别是大宗商品期货品种的不断扩展和参与群体专业性的提高，对大宗商品数据提出更高的要求，譬如覆盖的全面性、精准性、时效性、溯源性（第一手信息）。国际国内市场的及时有效联动性、信息及时有效等等。这就对资讯数据需求更为广泛，数据也要求更为精确。

大宗商品电商交易方面，针对行业痛点，大宗电商能提升交易效率，提供基于电商交易的供应链服务和 SaaS 等相关的综合服务。

图 28：大宗商品的行业痛点和需求



资料来源：浙商证券研究所

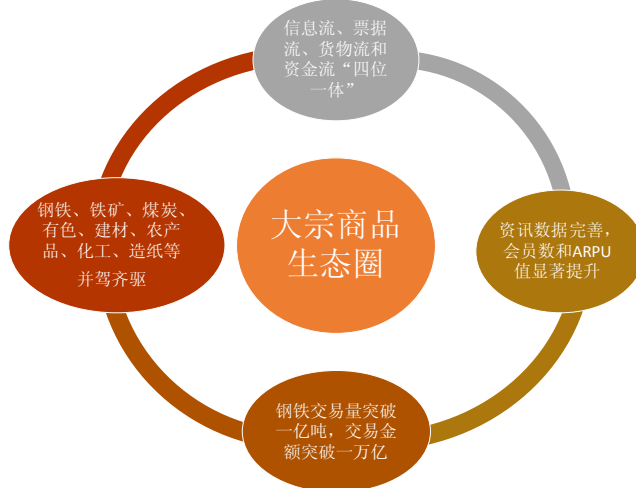
3.2. 公司生态圈闭环的核心环节和变现方式

针对行业需求，公司提前做了相关领域的布局，并且在不断强化资讯数据和交易端等方面的领先优势。具体来看，主要有研发和制定出了全面完善的大宗商品价格指数体系、成立多个国际分支机构来打开国际市场、升级现有的大宗商品数据（品类优势不断强化和扩展）、电商交易量的持续快速增长等。

基于钢联大数据平台的坚实基础，公司与国家统计局合作，编制了全国大宗商品价格指数 (MyBCIC)、钢材综合价格指数 (MySpic)、螺纹钢价格指数、矿石价格指数、有色金属价格指数等多项指数，为产业、金融和政府机构研判商品价格走势提供了权威参考和定价依据。现已被国务院发展研究中心等高层机构采用，为国家政策方略提供支持。

与新交所合作开发指数，新设合资公司开展衍生品业务服务。2018年11月19日，公司与新加坡交易所(以下简称“新交所”或“SGX”)全资子公司 AGI 在新加坡签订《合资和股东协议》共同投资设立合资公司。双方以现金出资，各持 50% 股份，共同投资设立合资公司。公司将向合资公司提供钢联基础数据，铁矿石、钢铁及其他黑色价格指数以及 Mysteel 品牌授权，结合新交所多年在经营证券及衍生品交易相关专业经验，将在整合各自资源和优势的基础上，进一步提升公司咨询业务综合实力和国际影响力，为大宗商品交易和投资提供更好的服务。

图 29：公司生态圈闭环的核心环节及变现方式



资料来源：浙商证券研究所

3.3. 未来提价对公司营收/利润定量分析

未来流量井喷期，公司产品和服务提价带来几何级数的营收和利润释放。以 2018 年底数据为基础，注册会员 218 万，假设流量井喷期达到 400 万，转化率 5%，即收费会员数 20 万户。ARPU 值对标 Platts 的 1.5 万/户。那么，资讯数据板块的营业收入将达 30 亿元。同时，假设中国钢材消费量长期均衡点在 6 亿吨，流通量占 50%，为 3 亿吨，80% 电商化率，即电商交易量将达 2.4 亿吨。单吨提价至 15 元（钢材成本占比 5% 左右，钢价按 3000 元/吨，上下游亦能接受）。那么，电商交易板块的利润贡献（可作为上海钢联的营收）为 36 亿元。

表 17：流量井喷期公司营收变化测算

	当前阶段 (2018)	流量 井喷阶段
资讯数据营收 (亿元):	3.42	30
----收费会员(万户)	5.25	20
----ARPU 值 (元/户)	4947	15000
电商交易利润 (归母营收, 亿元):	1.56	36
----寄售量 (万吨)	2760	24000
----单吨净利 (元/吨)	5.7	15

资料来源：公司年报，浙商证券研究所，注：公司 2018 年资讯收费会员和 ARPU 值以 PC 端为例。

4. 盈利预测和假设条件

目前，公司主要包括两大业务：资讯大数据和电商交易服务。资讯服务是公司 2000 年成立以来一直在经营的主营业务，电商交易业务是公司 2015 年之后逐步发力并迅速扩张的新兴业务。2018 年公司营业收入增速是 30.3%，2019

年上半年度营业总收入的增速是 12.0%，从行业目前的情况来看，高景气度有望维持。在考虑钢材均价下滑 10%左右，我们假设寄售量年均增长 25-30%，从而寄售交易服务营收在 10-15%左右增速。供应链服务收入规模继续扩大，预计年均增速在 40-60%，资讯大数据板块维持 35%的增速；业绩增长方面，考虑规模效应下的成本下降，我们预计 2019-2021 年公司业绩年复合增长率维持在 60%之上。

公司盈利模式渐趋清晰和稳定增长。随着寄售量和交易品种的扩大，供应链金融业务、交易佣金收入持续上升，同时大数据板块稳健发力，成为利润增长的重要动力。预计 2019-2021 年公司归母净利润分别为 2.25 亿元、4.02 亿元和 5.86 亿元；P/E 分别为 52.9 倍/29.7 倍/20.4 倍，继续推荐。

表 18：公司细分业务盈利预测

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入								
寄售服务 (百万元)	5,362	15,195	33,091	59,841	66,527	76,506	85,687	94,256
增长率	455.2%	183.4%	117.8%	80.8%	11.2%	15.0%	12.0%	10.0%
交易量 (万吨)	163	781	1450	1808	1918	2108	2297	2517
增长率		378.5%	85.7%	24.7%	6.1%	23.0%	23.0%	23.0%
产品均价 (元/吨)	3,287	1,946	2,283	3,310	3,468	3629	3730	3745
增长率		-40.8%	17.3%	45.0%	4.8%	4.7%	2.8%	0.4%
供应链服务 (百万元)	2,000	6,000	8,000	13,608	29,186	46,697	70,046	98,064
增长率	400.0%	200.0%	33.3%	70.1%	114.5%	60.0%	50.0%	40.0%
交易量 (万吨)	61	308	350	411	842	1287	1878	2619
增长率		406.6%	13.7%	17.3%	104.7%	23.0%	23.0%	23.0%
产品均价 (元/吨)	3,287	1,946	2,283	3,310	3,468	3629	3730	3745
增长率		-40.8%	17.3%	45.0%	4.8%	4.7%	2.8%	0.4%
资讯数据服务 (百万元)	195	162	191	249	342	478	644	861
增长率	4.2%	-17.0%	17.8%	30.3%	37.6%	60.00%	50.00%	40.00%
注册用户数量 (万人)		137.00	156.23	180.51	278.72	334.46	401.36	481.63
增长率			14.0%	15.5%	54.4%	20%	20%	20%
付费用户数量 (万人)			2.4	3.31	5.25	6.69	8.03	9.63
增长率				37.9%	58.6%	27.4%	20.0%	20.0%
转化率			1.54%	1.83%	1.88%	2.00%	2.00%	2.00%
ARPU 值 (元/户)			7953	7511	6518	7139	8025	8940
增长率				-5.6%	-13.2%	9.5%	12.4%	11.4%
营业成本								
寄售服务 (百万元)	5,518	15,854	33,428	59,735	66,411	76,240	85,381	93,902
增长率	425.8%	187.3%	110.9%	78.7%	11.2%	14.8%	12.0%	10.0%
供应链服务 (百万元)	1,800	5,600	7,500	13,450	28,847	46,154	69,232	96,924
增长率	500.0%	211.1%	33.9%	79.3%	114.5%	60.0%	50.0%	40.0%
资讯数据服务 (百万元)	37	46	45	68	96	133	179	237
增长率	-20.9%	23.7%	-2.4%	50.4%	42.3%	38.1%	34.6%	32.4%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

5. 估值水平和投资评级

从相对估值来看，公司动态 PE 小幅低于行业均值。公司是目前 A 股市场中大宗商品电商的龙头企业，可比公司有国联股份、生意宝、焦点科技、瑞茂通等公司，业务 B2B 电子商务交易和相关资讯服务，估值具有一定的参考性。

四家公司平均PB为8.3倍，公司为12.5倍，小幅高于行业均值。动态市盈率来看，四家公司均值为73倍，公司为71.3倍，低于行业均值。综合来看，给予“增持”评级。

表 19：可比公司估值 (2019-11-6)

	代码	总市值 (亿元)	EPS (ttm)	PE(ttm)	PB (lyr)
国联股份	603613. sh	99	0.93	75.0	22.6
生意宝	002095. sz	58	0.13	169.1	6.8
焦点科技	002315. SZ	48	0.64	32.0	2.7
瑞茂通	600180. sh	74	0.45	16.0	1.3
均值		70	0.54	73.0	8.3
上海钢联	300226. SZ	119	1.05	71.3	12.5

资料来源：wind，浙商证券研究所

PEG 法估值，公司目标市值为 151 亿元。我们根据以上估值预测和综合分析，预计 2019 年~2021 年公司归母净利润分别为 2.25 亿元、4.02 亿元、5.86 亿元，三年净利复合增速 61.1%。考虑到公司处于快速发展期，钢铁铁矿黑色系为主体，并购山东隆众石化后竭力打造化工领域的行业资讯领军企业，叠加煤炭有色和建材等板块的相继崛起，资讯板块有望打造成为国内品种最为齐全、服务更具深度的产业数据公司。同时，钢银电商和铁矿石撮合交易呈现较快增速，利润处于较快释放期，综合来看，我们给予公司 2019 年 1.1 倍 PEG。公司未来 3-6 个月目标市值为 151 亿元。

表 20：公司估值情况 (2019-11-6)

	2019/11/6	2019E	2020E	2021E
目标公司 EPS	1.42	1.42	2.52	3.68
预期复合增长率 g	61.10%	61.10%	61.10%	61.10%
市盈率	52.94	52.94	29.74	20.40
PEG	0.87	0.87	0.49	0.33

资料来源：wind，浙商证券研究所

表 21：公司 PEG 估值预测

2019 年归母净利润预计	年均复合增长率	PEG	目标市值
2.25 亿元	61%	1.1 倍	151 亿元

资料来源：wind，浙商证券研究所

附录 1: 三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E	单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	9236	14316	17408	20357	营业收入	96055	123681	156377	193181
现金	529	555	632	572	营业成本	95354	122527	154791	191063
交易性金融资产	9	16	12	12	营业税金及附加	24	32	40	50
应收账款	2642	2080	3053	4046	营业费用	212	321	364	460
其它应收款	48	50	72	88	管理费用	152	282	316	379
预付账款	5151	10005	11832	13509	研发费用	50	64	81	100
存货	837	1557	1735	2082	财务费用	23	38	42	48
其他	18	54	71	48	资产减值损失	34	13	27	41
非流动资产	430	362	351	345	公允价值变动损益	(2)	(4)	(7)	(4)
金额资产类	72	75	74	74	投资净收益	(4)	(4)	(4)	(4)
长期投资	54	55	55	54	其他经营收益	14	7	9	10
固定资产	192	171	149	130	营业利润	213	403	714	1043
无形资产	31	33	35	38	营业外收支	2	2	2	2
在建工程	0	0	0	0	利润总额	215	404	716	1044
其他	81	29	38	49	所得税	13	27	45	66
资产总计	9666	14678	17759	20703	净利润	202	377	671	979
流动负债	7153	11789	14199	16164	少数股东损益	81	151	270	393
短期借款	1062	749	1247	1022	归属母公司净利润	121	226	402	586
应付款项	816	854	1079	1433	EBITDA	276	455	771	1106
预收账款	4186	8526	10025	11374	EPS (最新摊薄)	0.76	1.42	2.52	3.68
其他	1088	1660	1848	2335	主要财务比率				
非流动负债	39	38	38	38		2018	2019E	2020E	2021E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	39	38	38	38	营业收入增长率	30.34%	28.76%	26.44%	23.54%
负债合计	7192	11827	14237	16202	营业利润增长率	212.73%	89.14%	77.29%	45.97%
少数股东权益	1517	1668	1938	2331	归属于母公司净利润	151.00%	86.60%	77.99%	45.80%
归属母公司股东权益	957	1183	1585	2170	获利能力				
负债和股东权益	9666	14678	17759	20703	毛利率	0.73%	0.93%	1.01%	1.10%
现金流量表					净利率	0.21%	0.30%	0.43%	0.51%
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E	ROE	5.20%	8.47%	12.60%	14.60%
经营活动现金流	(335)	320	(376)	229	ROIC	12.08%	21.11%	24.91%	31.92%
净利润	202	377	671	979	偿债能力				
折旧摊销	16	14	14	14	资产负债率	74.41%	80.58%	80.17%	78.26%
财务费用	23	38	42	48	净负债比率	14.84%	6.50%	8.89%	6.40%
投资损失	4	4	4	4	流动比率	1.29	1.21	1.23	1.26
营运资金变动	(702)	591	(961)	(514)	速动比率	1.17	1.08	1.10	1.13
其它	121	(703)	(145)	(301)	营运能力				
投资活动现金流	(67)	43	(2)	(12)	总资产周转率	9.66	10.16	9.64	10.05
资本支出	4	10	9	8	应收账款周转率	65.63	68.09	78.55	69.16
长期投资	(21)	13	(1)	(3)	应付账款周转率	600.43	552.30	689.17	599.77
其他	(50)	20	(10)	(16)	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	301	(337)	455	(277)	每股收益(最新摊薄)	0.76	1.42	2.52	3.68
短期借款	166	(313)	498	(225)	每股经营现金流(最	(2.11)	2.01	(2.36)	1.44
长期借款	(5)	0	0	0	每股净资产(最新摊	6.02	7.43	9.96	13.64
其他	140	(23)	(43)	(52)	估值比率				
现金净增加额	(102)	25	77	(60)	P/E	98.78	52.94	29.74	20.40
					P/B	12.48	10.10	7.54	5.50
					EV/EBITDA	33.66	30.33	18.82	13.32

资料来源: 港澳资讯、浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市浦东区杨高南路陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200120

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>